

# 金融危機の構造

— 金融の脆弱性と現代資本主義 —

市岡 義章

## The Structure of Financial Crisis

— on the fragility of finance and the current capitalism —

Yoshiaki ICHIOKA

### Abstract

This paper aims to analyze the financial crisis which happened by 'bubble' of housing loan from 2007 to 2009. Financial crisis has happened many times since the 19th century. I have examined causes of this crisis in my another paper. In it I argued them as the 'general theory of financial crisis', but couldn't the historical and concrete aspects of it.

In this paper I argued the structure of financial crisis from the view points of the latter. In sec.1 I argued the general theory of financial crisis on a 'hypothesis of financial instability' of H. P. Minsky. In sec.2 I argued the current crisis on Minsky's hypothesis in more concrete aspects. He analyzed the causes of financial crisis as the process of 'hedge finance', 'speculative finance', and 'Ponzi finance'. In sec.3 the history of capitalism was treated. Its history has four steps from the beginning of 1800s to today. Today is in the fourth step, which is the era of globalization of capital. In conclusion, I argued that this crisis was the outcome of the conflict, which occurred between the sociality of production and the private property.

### Key words

financial crisis, securitization, fragility, globalization,

### 序

本稿は、米国の住宅金融バブルとその崩壊に端を発した、世界金融危機の構造を明らかにすることを目的とする。

金融危機とこれを端緒とした実体経済の深刻な不況という、「経済恐慌」は資本主義の歴史において、19世紀以来繰り返されてきたものである<sup>(1)</sup>。何ゆえに、資本制経済においてはかような経済危機を繰り返さざるを得ないのか、この点に関する筆者の見解は、置塩モデルに基づいて「不均衡の上方もしくは下方への累積過程」として、別稿（市岡2001）において明らかにした。しかしながら、それは、いわば「危機の一般理論」ともいふべき、原理論的な考察にとどまるものであった。本稿は、カレントな金融危機の構造を明らかにするこ

とによって、筆者の原理論的な考察の具体化を図るものである。

具体化という点において、現状分析と歴史的な段階規定という二つの視点からアプローチする。したがって本稿は、つぎのように構成される。第Ⅰ節においては、前提としての「危機の一般理論」を論じる。第Ⅱ節では、住宅金融＝証券バブルの破綻によって顕在化したこのたびの危機を、「危機の一般理論」に基づいて、現状分析論として考察する。第Ⅲ節では、現代資本制経済を、資本主義の時系列の中に位置づけ、このたびの危機の歴史的な位相を解明する。最後に第Ⅳ節において、以上を総括しつつ、現代の金融危機の構造を論ずる。

## I 金融の脆弱性と金融危機 —— ミンスキーの金融不安定性仮説に基づいて

資本制経済の出現とともに繰り返されてきた金融危機＝経済危機の本質は、端的に言えば、総供給と総需要の不均衡にある<sup>(2)</sup>。すなわち、総供給と総需要のラグにあたる貯蓄と投資のバランス、そのゆえに貯蓄から投資への通路の役割を担う、金融に問題の焦点が絞られる。

そこで本節では、資本制経済の不安定性とマクロの経済循環において金融のはたす役割を抽象的な理論レベルにおいて論じておきたい。

### 1 資本制経済の不安定性

総需要と総供給の均衡において金融の果たす役割を単純な経済モデルを使用して説明してみよう。

$t$  期にすべての財は生産され、それらの財は次期の  $t+1$  期にすべて消費されると想定する。同様に、 $t+1$  期に生産された財は、次期の  $t+2$  期にすべて消費され且つこの期につぎの財の生産が行われる。このような生産と消費の繰り返しを仮定している。

ここで、全生産物の価値構成を  $C + V + M$  とする ( $C$ : 不変資本、 $V$ : 可変資本、 $M$ : 剰余価値)。前期に生産された財のうち、生産財にあたる  $C$  は、経済社会の持続性を前提すれば、前期にすべて消費されていると仮定するのであるから、その補填として次期に必ず需要される。また消費性向を  $a$  とすれば、賃金については  $aV$  が、また利潤については  $aM$  が消費需要として支出される。したがって、貯蓄  $S$  は  $(V - aV) + (M - aM)$ 、すなわち  $(1 - a)(V + M)$  である。貯蓄額  $(1 - a)(V + M)$  は、金融機関をとおして貸し出され、その結果、投資  $I$ 、すなわち  $\Delta C + \Delta V$  に転換されて支出されるのであるから、その投資需要額の大きさ如何によって、総需要と総供給のマクロの経済均衡が決定されることになる。貯蓄  $S < 投資 I$  であるならば、総需要は総供給を上回り、好況とさらなる経済の過熱化がバブルへの道を歩ませる。他方、貯蓄  $S > 投資 I$  であれば、総需要は総供給を下回り、不況とさらなる経済の収縮を進行させ、デフレスパイラルに陥る。

金融は、この  $S$  から  $I$  への結節環に位置する。その

結節環の中心に位置するのは、金融市場である。間接金融と直接金融の二つのチャンネルを想定するのであるならば、前者についてはインターバンク市場を、また後者については証券市場を挙げることができよう。

金融市場において  $S$  から  $I$  への転成の媒介変数（パラメータ）は金利である。金利の水準が、貯蓄から投資への転成を決定付ける。つぎに、金利決定のメカニズムについて論じる。

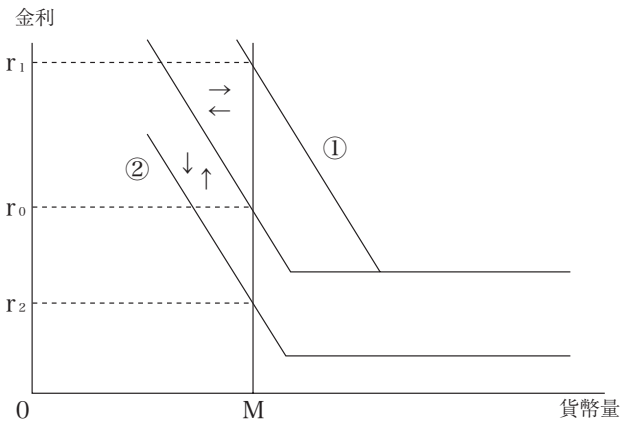
### 2 金利の決定

周知のように、市場金利は金融市場における貨幣需要と貨幣供給の均衡点すなわち、貨幣需要曲線と貨幣供給曲線の交点において決定される。ここでは、ケインズの流動性選好説 (Keynes[1936]1967, chap.13) に基づいて、市場金利の決定を説明する<sup>(3)</sup>。

貨幣需要の内訳は、取引動機・予備的動機・投機的動機からなり、前2者が実体経済領域における国民所得によって規定されるのに対して、最後の投機的動機は、貨幣経済領域において金融資産運用に収益をもとめる金融資本の行動によって規定される。金融資本家にとってみれば、市場の実質金利が高い場合には資産運用による収益が大きいことを意味するのであるから、手元流動性（貨幣）は小さくなる、また実質金利が低い場合には収益が小さいことを意味するのであるから、手元流動性（貨幣）は大きなものとなる。ここから右下がりの貨幣需要曲線が描かれる。この曲線が意味することは、金融資本家の将来期待によってその位置と形状が決定されていることだ。すなわち、資産運用による期待収益が大きいほど金融市場においては貨幣をあえて所有しようとする意思は小さいし、また期待収益が小さければ、手元流動性は潤沢なものとなる。換言すれば、金融市場における流動性需要は、期待収益とトレードオフの関係にあるということだ。わが国の、現金貸借の主要市場であるコール市場の市場金利は、手元流動性（日銀当座預金残高）が小さいほど高く、逆に大きいほど低い。

貨幣供給については、マネーストックを外生変数  $M$  とすれば、既知数（定数）と看做せるから、横軸に対し垂直の線形グラフで示される。交点で市場金利  $r$  が決

定される。



では市場金利はどのように変化するか。マネーストックを一定としておくならば、貨幣需要曲線の位置と形状が問題となる。ここでは、需要曲線の利子率弾力性を一定と仮定して、位置についてのみ考察する。貨幣需要の内訳のうち前2者については、国民所得(GDP)の大きさに依存するから、その増加もしくは減少によって、右もしくは左にシフトする①。また、最後の投機的動機は、金融資本家の将来期待に基づく。すなわち、将来期待がプラス方向に大の場合には需要曲線は下方へ、また、マイナスの場合は上方へシフトする②。

かくして、国民所得の増加（あるいは減少）は市場金利の上昇（あるいは下落）を、また金融資本家の将来期待の増加（あるいは減少）は市場金利の下落（あるいは上昇）を意味する。

短期分析に限定して、国民所得を一定とするならば、以上から、将来期待の増加は、マネーマーケットの短期金利を低下させ、裁定取引を通じて、長期金利に波及することによって、順イールドカーブが描かれる。では、逆イールドの出現はどのような契機によるのか。将来期待の減少がマネーマーケットの市場金利を高止まりさせることによる。将来期待の増加の状況下では、裁定取引は長期金利を短期金利より高水準に推移させる。しかし、将来期待の縮小による短期金利の上昇は、裁定取引効果を生むことなく、長期金利を据え置いたまま推移する。すなわち、長期借入れ需要はこの状況下では減少するが故に、裁定取引は行われがたいの

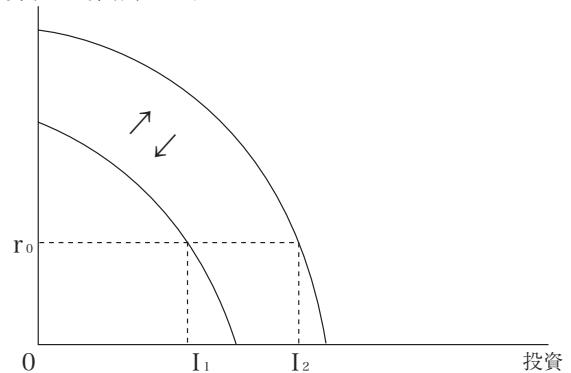
である。

### 3 投資の決定

投資は、以上の機制に基づいて決定される市場金利をバロメータとして、決定される。つぎに、そのメカニズムを論じよう。ここでは、ケインズの「資本の限界効率表」を使って説明する (Keynes[1936]1967.chap.11)。

ケインズは、企業の投資行動を、期待収益率と市場金利のふたつの要因から、説明した。すなわち、資本の限界効率と投資額から導出される投資関数曲線上において、資本の限界効率と市場利子率が等しくなる点で、投資額が決定される。投資関数曲線の位置は期待収益率によって決定される、そしてこの期待収益率は企業の将来予測という心理的要因に基づく。企業家の期待収益率が高い場合には、投資関数曲線は上方へシフトする。また、それが低い場合には下方へシフトする。したがって、同一の市場金利であっても、将来期待がプラスの場合には投資額は大きいし、逆の場合には小さい。他方、市場利子率そのものは、すでに述べたように、金融市場における金融資本家の将来期待に基づいて決定される。この意味で、投資量はヒトの心理的要因に規定されるのであり、「不確実性」という性格を本性 (nature) として帯びている、と言える。

資本の限界効率・金利



### 4 金融の脆弱性

以上から、貯蓄 → 投資の転成経路の概要が示された。マクロの経済均衡の実現が、ISバランスに懸かっており、そのISバランスの実現そのものが、企業家と金融資本家の将来期待によって規定されるという、資本制経済の「不確実性」に留意しておきたい。つぎの課題は、この

不確実性がいかにして現実性へ転化していくのか、そのメカニズムを論じることである。ここで、我々は、資本制経済の本性としての不確実性を、金融行動の不確実性として論じたミンスキーの「金融不安定性仮説」に依拠して、この問題を論じておきたい<sup>(4)</sup>。

ミンスキーは、資本蓄積の進行とともに、かれが「安全性ゆとり幅」と名づける、資金借入れにおけるキャッシュフローの収支状況に基づいて、金融の脆弱性＝不安定を定義した。すなわち、かれによれば、「支払いキャッシュフロー」(利払い)と「受け取りキャッシュフロー」について、前者が後者を下回る場合を「安全性のゆとり幅」がもっとも大きいと定義する。かれはこれを「ヘッジ金融」hedge financeと名づける。また、資本蓄積の進行が投資需要と資金借入れの増加をもたらし、その結果、「支払いキャッシュフロー」(利払い)が「受け取りキャッシュフロー」を上回る状態に至ったとき、「安全性のゆとり幅」は縮減し金融の脆弱性が高まっている、と定義する。かれは、この状態を、「投機的金融」speculative financeと「ポンティ金融」Ponzi financeの2段階に区分し、前者を借り換えの繰り返しによって資金の繋ぎを行うロール・オーバー、後者を、ロール・オーバーに加えて不足資金の新たな借入れに頼らざるを得ない債務超過の状態と捉え、前者から後者への移行に金融の脆弱性から危機への転化を見るのである。

では、ヘッジ金融 → 投機的金融 → ポンティ金融の展開過程は、「貯蓄 → 投資」の転成経路にどのような影響を及ぼすのだろうか。

## 5 「貯蓄 → 投資」の現実的な転成機制

金融の脆弱化は、不均衡の上方向への累積過程と不可分なプロセスである。つぎのモデルで示しておく<sup>(5)</sup>。

$$\phi s r_t = g_t \quad (1)$$

$$\phi s r^* = g^* \quad (2)$$

$$g_t = g_{t-1} + \beta(r_{t-1} - r^*) \quad (3)$$

$$1/\tau_t = f(g_t) \quad (4)$$

$\phi$  : 利潤シェアの逆数、 $s$  : 貯蓄率、 $r$  : 利潤率、 $g$  : 資本蓄積率、

$r^*$  : ISバランスが実現している場合の利潤率。

$g^*$  : 均衡資本蓄積率。ISバランスが実現している場合の資本蓄積率。

$1/\tau$  : 安全性のゆとり幅。

$\beta$  : 実現利潤率に対する資本蓄積率の感応度(期待値)。

$s, \phi, \beta$  は定数。 $t$  は期を示す( $t$ 期、 $t-1$ 期、 $\dots$ )。

(1)(2)式はともに資本蓄積率が利潤率を決定することを示し、このうち(2)式はISバランスが成立している場合である。(3)式は、前期 $t-1$ 期の実現利潤率に基づいて次期 $t$ 期の資本蓄積率 $g_t$ が決定されることを示す。最後の(4)式は、安全性のゆとり幅が資本蓄積率の負の増加関数であることを示す。

企業家によってある一定の資本蓄積率 $g_{t-1}$ が選択され、同期の利潤率 $r_{t-1}$ が決定される((1)式)。初期の資本蓄積率 $g_{t-1}$ が $g^*$ より大きい場合には、(1)(2)式より、実現利潤率は、 $r_{t-1} - r^* > 0$ となる。その結果(3)式より、 $g_t > g_{t-1} > g^*$ となつて $g_t$ は初期状態の $g_{t-1}$ よりも、均衡資本蓄積率 $g^*$ から上方へ乖離する。以下同様に、資本蓄積率は $g_{t1} < g_{t2} < g_{t3} < \dots$ と、連続して前期を上回っていく。すなわち、均衡資本蓄積軌道から上方へ連続的にそれていくという、上方への不均衡の累積過程が進行する。他方、初期の資本蓄積率 $g_{t-1}$ が $g^*$ より小さい場合には、上記と逆の下方への不均衡の累積過程が進行することになる。

ここで、 $\beta(r_{t-1} - r^*)$ は $t-1$ 期の期待収益であり、これがプラスかマイナスであるかによって投資の拡大と縮小が決定される。期待収益がプラスであれば、次期以降も投資需要の拡大が連続的に展開して行く。マイナスであれば、投資需要は連続的に縮小していく。この結果、資本蓄積率の期待値 $\beta$ は、改変されることになろう。すなわちプラスの持続的連鎖は、期待値 $\beta$ を切り上げる形で改変されるし、マイナスの連鎖はそれを切り下げる形で改変される。これは、投資の限界効率表における、投資関数曲線の上方シフトあるいは下方シフトを意味している。投資関数曲線の上方シフトによって、投資額は拡大する。金融市場においては、期待収益の増大が貨幣需要曲線を下方シフトさせ、その

結果、市場利子率の低下をもたらす。かくして、投資関数曲線の上方シフトと合い俟って投資の増大が急速に進行する。投資関数曲線が下方シフトする場合は、これと逆に、期待収益の減少の状況であり、市場金利は上昇し、投資の減少が進行することになる。

蓄積需要の増加局面においては、「安全性のゆとり幅」 $1/\tau$ は低下していく（(4)式）。すなわち、次第にヘッジ金融から投機的金融、そしてポンティ金融へと金融状況は変化していく。初期状況においてヘッジ金融という安定した金融環境は、蓄積需要の過度の要請に応じて、資金借り入れを増大させていく。その結果、受け取りキャッシュフローを上回る支払いキャッシュフローの状態に至り、短期借り入れのロールオーバーを必然化させる。投機的金融への移行である。こうして、資本蓄積の進行とともに「安全性のゆとり幅」は縮小し、金融構造は次第に脆弱化していく。投機的金融からポンティ金融への移行の契機は、逆イールドカーブの出現である。これは、金融資本家の将来期待という心理的要因に大きく依存する。将来期待のマイナスは、貨幣需要曲線の上方シフトを引き起こし、短期金利の上昇がこれを現実化する。

つぎに、以上の危機の一般理論を踏まえて、このたびの金融危機の構造を考察することとする。

## II 金融危機の現状分析

### (1) 危機の背景

周知のように、今回の金融危機は、米国の住宅バブルを背景に生じた。2001年のITバブルの崩壊後、米国では住宅ブームが湧き起こる。ピークの06年には、住宅価格は、主要20都市平均で00年の2倍以上にまで上昇している。07年以後住宅価格は下降に転じ、金融恐慌へと展開していく（S&P 2011）。

住宅価格の高騰の背景には、米国金融機関の過剰資金の累積がある。米国非金融企業の自己金融と直接金融への依存度の増加、ならびに、後述するように、米国の経常収支の赤字が資本収支の黒字となって還流し、それが金融機関の資金過剰に帰結したのである。

過剰な資金を抱える金融機関は、あらたに貸し出し

先を求めざるをえない。それが住宅金融の拡大へとつながる。住宅金融へと流れ込んだのは、金融規制の緩和や情報技術の発達によってハイブリッド型ローン商品の多様な開発が可能となり、サブプライムローンのような、信用力の低さに見合う金融商品が提供されるようになったからである（伊藤2009,27）。本来は融資対象にはなりえない低所得者層をターゲットに住宅用資金の融資が実行され、それが多大な住宅需要を喚起し、住宅バブルを引き起こした。Phillips（2008, chap.2）によれば、2000年代前半の米国の経済成長の約40%はこの住宅金融に依存していたとされる。その結果、米国の住宅金融の総残高は、06年までに13兆ドルに達し、米国のGDPと同額にまで増加している。その内、サブプライムローンは、2001年以降顕著な増加を示し、ピークの06年には、住宅金融の24%にまで達している（佐賀2010, 4）。

問題は、これらのローンを原資として、様々な証券に作り変えられ販売されていったことにある。つぎに、この証券化の問題を考察する。

### (2) 証券化（セキュライゼーション）

過剰資金（貯蓄）は金融市場をとおして貸し出される。しかしその多くが実体経済ではなく、資産市場へと向かった。いわゆる、「バブル・エコノミー」である。資本過剰とは、資本の限界効率が実体経済において低下し、投資先を見出しえない状態である。過剰の資金があらたな投資先を貨幣経済の領域にもとめるのは、17世紀初頭のオランダにおける「チューリップ・バブル」以来の、資本制経済の常套手段である<sup>(6)</sup>。21世紀初頭の米国においては、過剰資金は住宅金融へ向かった。米国の住宅金融市場は2層からなる。住宅購入者である借り手とその直接の貸し手からなる、第一次の住宅金融市場（プライマリー・マーケット）そして、この第一次の市場で形成された債権を証券化して販売・取引する第二次住宅金融市場（セカンダリー・マーケット）である。第二次の金融市場では、一次市場の債権の区分に応じて証券化され、多様な金融商品として販売される。そしてこれらの証券は、様々な組み合わせられて債務担保証券(CDO)に再証券化され、さらにこれらの債

券を担保にCPが発行される。このように、第一次市場の債権が、幾重にも証券化され、その結果9兆ドルの金融商品へと膨れ上がったのである。さらに、証券の債務不履行が発生した際の損害額を保証する信用デリバティブである、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)が、これらの証券について発行された。その額は国際決済銀行(BIS)によれば、2008年時点で57兆ドルに上っている(BIS 2008,A103)。これらの債券を買い支える上で大きな役割を果たしたのは、経常収支の赤字が資本収支の黒字として米国に還流したドル資金であった。

### (3)「投機的金融」としての証券化

このような証券化の連鎖が、ミンスキー仮説における「投機的金融」というステップにあったことは注目し値する。すなわち、住宅ローンという長期融資が、短期証券に組み替えられて、キャッシュフローの収支をまかなったのである。

その仕組みを示しておこう<sup>(7)</sup>。まずは、第1次のローン市場で、通常は30年間の長期ローンが住宅購入者に販売される。この住宅ローンは、特別目的事業体(SPV)に販売されて、オフ・バランス化される。SPVはこの住宅ローンを担保にして、期間3年～5年の「住宅ローン担保証券」(RMBS)を作成・販売してオフバランス化する。販売されたRMBSは、「資産担保証券」(ABS)、「不動産担保証券」(MBS)など、他の証券と組み合わせて通常期間3年未満の「債務担保証券」(CDO)として、グローバルな金融市場で販売される。さらにCDOは、「資産担保コマーシャルペーパー」(ABCP)に仕立てられて、期間1～3ヶ月ほどの短期証券として販売される。すなわち、30年の貸出債権が1ヶ月の短期債務によって資金調達となされるという、投機的金融形態が一般化するのである。

このように、住宅ローンの実需取引の証券化は、資産の現在価値(需要価格)と調達費用(供給価格)との差額を取得することを目的に、幾重にも階層化された構造をもつ。しかし、複雑な証券発行のネットワークが張り巡らされているとしても、その原理はきわめて単純である。すなわち、短期で調達した資金を長期

で運用することによって得られる収益(=資産の現在価値と調達費用との差額)がプラスである限りでのみ、この「証券化システム」は順調に機能するという点だ。したがって、このシステムが瓦解するのはいとも簡単である。長短金利の逆転であり、ポンティ金融への移行である。

### (4) 危機の現実化

過剰資金が住宅市場に流入し、本来は貸出対象になりえない者にまで融資が行われてきたツケは、早晚訪れる。住宅供給の増加の半面、住宅需要は次第に頭打ちとなり、住宅価格は06年にピークアウト、その後下降に転じる。その結果、ホーム・エクイティー・ローンによる借り換え返済が困難になり、サブプライムローンの不良債権化が始まる。

危機の予兆は、金融市場における将来期待を後退させ、短期金利の上昇が始まる。07年8月にフランスのBNPパリバが傘下のファンドの資産を凍結、また9月には英国第5位のノーザンロック銀行が取り付け騒ぎを引き起こし、BOEの緊急融資を受けるに至る。米国から離れた欧州の地で、最初の危機が顕在化した。一次のローン市場から、幾重もの証券化を経て、末端のローン市場で最初のクライシスが発生したのである。末端の市場では、1ヶ月という短期の資金調達によってそれを超える中期の証券を運用するわけであるが、ここにおいて、短期金利の急騰が長期金利を上回る、長短金利の逆転が行ったことの結果である。すなわち、ABCPなどの短期証券の価格が金利上昇によって下落し、中期証券の換金に応じることができない、という局面に立ち至ったのである。であれば、調達者は追加的な資金調達を行わなければならない。それは更なるABCPの発行をもたらし、短期証券価格の更なる下落と市場金利の著しい上昇に帰結する。逆イールドカーブが現実化する<sup>(8)</sup>。

ポンティ金融への移行は瞬時にして生じる。金融資本家の将来期待の後退は、金融市場において貨幣需要曲線を上方へシフトさせ、市場金利は上昇していく。資金の短期調達のコストが、債権利息のキャッシュフローを上回れば、「受け取りキャッシュフロー」 <

「支払いキャッシュフロー」となって、あらたな資金調達の額が雪ダルマ式に増加していく、ポンティ金融化が一気に進行する。「安全性のゆとり幅」は急速に狭窄の度を強め、やがて債務不履行が現実化する。ノーザンロック銀行の国有化に続いて、米国本国において、政府系住宅金融機関「ファニーメイ」、「フレディマック」の政府による公的資金支援、08年9月のリーマンブラザーズの破綻へとという金融危機が連鎖的に展開した。

### Ⅲ 資本制経済の段階論

本節では、今回の金融危機の歴史的な位置を明らかにする。そのために、まず資本制社会の歴史段階を示しておきたい。

#### 1 「段階論」としての資本制社会

中世の英国の農村社会において、いわゆる「局地的市場圏」の形成が始まり、17世紀から18世紀には国民経済という広域市場圏にまで成長していく。局地的市場圏は、独立自営農（ヨーマンリー）や小商品生産者を主体として形成される商品経済社会である。封建制社会における「領主－農奴の生産関係」の中に、商品経済という新たな交通関係が芽生え、やがて一国を蔽う市場圏にまで成長していく（大塚 1969）。市場圏の成長は、「本源的蓄積過程」をととして労働力の商品化に帰結し、ここに「資本制社会」が登場する。（Marx[1867]1983,Kap.24.）カール・ポラニーが「転換」（transformation）と呼ぶ、市場社会の歴史的画期である（Polanyi 2001, chap.2）。

資本制社会の歴史的段階をわれわれは、つぎのように要約しよう。①19世紀前半期の成立期資本主義、②19世紀後半から20世紀前半第2次世界大戦に至るまでの帝国主義、③20世紀後半期のフォーディズム、そして④20世紀末から現代に至る資本のグローバル化の時代、すなわちハート／ネグリの定義する「帝国」の時代である。

#### 2 資本制社会の歴史的推移

##### (1) 成立期資本主義から帝国主義まで

1825年に英国において最初の本格的な経済恐慌が発生する。爾来、10年前後の間隔で第2次世界大戦の開始にいたるまで、周期的な恐慌と不況の循環を見る。この

経済変動の基底には、上記のマクロ経済の不均衡がある。資本蓄積（＝経済成長）の進行は、資本の絶対的過剰を産出し続ける。すなわち、貯蓄の絶対的過剰と投資の絶対的過少を帰結する。19世紀後半期には、ホブスンが詳細に描いたように、資本過剰と資本輸出に基礎付けられた「帝国主義」の時代が本格化する（Hobson 1902）。資本蓄積＝経済成長は、資本制経済システムにおいては、周期的恐慌と不況、そして帝国主義＝植民地主義の政策的展開を必然ならしめる<sup>(9)</sup>。帝国主義を担う中心的経済主体は金融資本である。資本過剰の受け皿であり、引き受け手である金融資本は、過剰な資本の捌け口を求めて国家と癒着し、侵略政策の一端を担ったのである<sup>(10)</sup>。

ふたつの帝国主義世界戦争の狭間に、新たな世界勢力の登場をみた。すなわち、「社会主義」を自称する「スターリン朝ロシア」の登場である。古代専制国家を範とした土地・人民の国家的所有にもとづくこの帝国は、既存の帝国主義諸国のカウンターパワーとしての役割をはたす<sup>(11)</sup>。東西冷戦下におけるバランス・オブ・パワーという、国際的な力関係に基づく世界秩序の再編である。ここに、少なくとも、旧帝国主義陣営について言えば、資本の絶対的過剰の帰結としての植民地政策の存続は不可能になる。しかし、「フォーディズム」という新たな蓄積体制（経済体制）の登場が、資本の絶対的過剰の回避を可能ならしめ、「資本主義の黄金時代」（Marglin & Schor 1990）を築き上げる。

##### (2) フォーディズムの蓄積体制

「フォーディズム」という用語はイタリアの革命家、アントニオ・グラムシの「獄中ノート」の中で最初に使われたものである（片桐 2007、307-315）。しかし、この用語を資本主義経済のひとつの段階を規定するための概念として使用したのは、レギュラシオン派のM・アグリエッタである。ここではかれの主著である『資本主義のレギュラシオン理論』（Aglietta 1976）を主要テキストとして、フォーディズムを説明しておこう。

フォーディズムは、『資本論』のタームを使えば、「相対的剰余価値の生産」に基礎付けられた蓄積体制である（Marx[1894]1983,Kap.10）。すなわち、生産過程にお

ける労働生産性の上昇によって、製品コストの低下・実質賃金の上昇・利潤率の増加というトリプルメリットを実現し、このミクロ・レベルの資本の好循環が、5つの制度諸形態の「調整」(レギュレーション)によって、マクロ・レベルの経済の好循環を帰結する(Aglietta 1979, Introduction)。より立ち入った説明を加えておこう。

アグリエッタによれば、生産過程の変革は、フレデリック・テーラーの「科学的管理法」という労務管理の手法と、ベルトコンベアーに象徴される流れ作業型の機械を採用することによって実現される労働生産性の上昇に基づく(Aglietta 1979, chap.2)。この生産点における技術的な革新は、5つの「制度形態」によって、マクロの経済効果へと帰結する。五つの制度とは、ボワイエに従えば、①「労働組合」、②管理通貨制度の下での中央銀行の通貨政策(金融形態)、③ケインズ主義の市場介入型の経済政策(国家形態)、④国際通貨基金(国際関係)、⑤市場への規制と監督(競争形態)である(Boyer 1986a, chap.2)。

労働生産性の上昇は、生産物価値における付加価値の割合を増加させる。フォーディズムにおいては、付加価値のうちの賃金シェアの割合である労働分配率を引き上げるにより、労働者に一定の所得を保証するものであった。それを可能としたのは、労働組合の強い発言権であった。製品コストの低下による低いインフレ率のもとで、賃金は名目的にも実質的にも上昇し、消費需要を拡大する。実質賃金の増加分が特別剰余価値を超えないのであれば、実質賃金の上昇と利潤率の上昇はトレード・オン(両立可能)である。「年次改善要素」(AIF)や「生計費自動調整条項」(COLA)といった賃金決定のルールは、特別剰余価値の分配率をこの限度内に抑えることによって、実質賃金と利潤率の上昇を可能とさせた。すなわち、実質賃金の上昇は消費需要の増大を、また利潤率の上昇は投資の増大をもたらした。その結果、総需要の拡大を推し進めたのである。拡大した総需要は国民所得を高い水準に決定し、それがまたつぎの総需要の増大を規定するというように、上方向への成長のスパイラルが継続的に展開

していく。

生産性の上昇に基礎付けられた労働分配率の上昇による消費需要の増加は、総供給と総需要の均衡について好ましい経済環境を形成する。この点は、19世紀型の資本主義においては、「絶対的剰余価値」の生産が主流であったのと、好対照をなしている。すなわち、絶対的剰余価値の生産においては、実質賃金の切下げに剰余価値の増大の根拠が見出されるのであって、それは労働分配率の減少によって消費需要の縮小に帰結し、貯蓄の絶対的過剰を形成するからである。この意味で、フォーディズムにおいては、マクロの経済均衡の条件であるISバランスが、比較的安定して維持されていたといえる。

また、ミンスキーの「安全性のゆとり幅」の維持という点においても、フォーディズムの「制度形態」が果たした役割は大きい<sup>(12)</sup>。すなわち、「レギュレーションQ」などの金利規制は安定した金利体系を構築し、低いインフレ率と相俟って、企業財務の安定性に寄与したからである。潤沢なキャッシュフローの下でのヘッジ金融を基調とする資金調達ならびに順イールドの金利構造は、投機的金融からポンティ金融への移行を抑制するにあたって、有効に作用した。また、財政政策や金融政策が、ISバランスの安定性の維持に積極的な役割を果たしていたことは、あらためて言及する必要があるまい。

このようなフォーディズムの蓄積体制の好循環を、「国民経済」という堅い枠組みの中で守っていくという点で、重要な役割をはたしたのが、国際通貨基金IMFの設立と基軸通貨をドルとする国際通貨制度であった。IMF＝ドル基軸通貨制度は、固定為替レートの維持を各国に義務付けるとともに、国家間の資金移動に対する厳しい管理体制によって、国民経済の堅固な枠を構築し、その内側におけるフォーディズムの好循環を実現した。それが先進資本主義諸国内の高い生活水準と、福祉型国家の存続を可能ならしめたのである<sup>(13)</sup>。

かくして、フォーディズムの蓄積体制において、資本の絶対的過剰の危機は後景へ退き、順調なマクロ経済のパフォーマンスが実現されたのである。



### (3) フォーディズムの衰退とグローバリズム

フォーディズムはしかしながら、1970年代には衰退の色合いを濃くしていく。理由は、フォーディズムの起点をなした生産性の上昇が持続しえなくなったことに始まる<sup>(14)</sup>。その背景には、雇用と所得の一定水準の保障を手に入れた労働者階級にとって労働のモチベーションに減退が生じたこと、そして大量消費社会の成熟は消費需要の質的な変化をもたらし、その結果フォーディズム型の画一的な商品に対する需要の減退に至ったことがある。そして、市場への政府の介入と規制という「制度形態」が、市場競争力を減退させることに起因する効率性の低下がある。これらの要因は、かつてフォーディズムの好循環を生み出した、生産性上昇 → 賃金上昇 → 低廉規格品の大量消費 → 投資の拡大 → 経済成長、という連鎖を毀損するものであった。生産性の低下は総供給曲線を左方シフトさせて、物価を上昇させるとともに、国民所得の減少をもたらす。すなわち、インフレと不況の同時進行という、「スタグフレーション」を発生させたのである。

フォーディズム期に影響力を行使した労働組合の残存は賃金の下方硬直性を引き起こす。企業は、生産性の低下と賃金の下方硬直性に挟まれて、利潤を減少させ、投資は減退する。他方、消費者の効用の変化による消費需要の減少は、限界消費性向を低下させる。こうして、消費と投資の減退、すなわち総需要の減少が起こる。フォーディズム期に蓄積された現存資本量は、この減少した総需要に対して過剰となり、過大なGDPギャップ、すなわち資本の絶対的過剰が発生する。このような状態を前提にして、資本輸出が1960年代後半には、徐々に開始される。多国籍企業の発生である。しかしながら、IMF体制の下では資金移動の自由は制約されていたから、その本格的な展開は1971年のニクソン声明を待たねばならない。

1970年代には、米国の経常収支赤字が定着しはじめる。ベトナム戦争によるドルのばら撒きとともに、米国のフォーディズムの衰退の下での西欧（西ドイツ）と日本の市場競争力の増加によるものであった。かくして、1971年8月、ドルの基軸通貨を基礎付けた金為替本位制

度は崩壊する。一時的な復帰の後、1973年に最終的に変動為替相場制度に移行する。

### (4) 資本主義のグローバルリズム

変動相場制への移行は、フォーディズムの国民経済的枠組みを形成した戦後ブレトンウッズ体制の崩壊を意味した。すなわち、固定為替制度に基づいた金＝ドル為替本位制度によって守られた通貨移動の障壁は取り払われ、国境を越えたマネーの自由な移動が可能となったのである。このことは、「国民経済を超えた企業（trans-national corporation）」、すなわち「多国籍企業」の登場を意味した<sup>(15)</sup>。国境を超え、世界を一つの市場として資本が運動する段階、すなわちグローバル資本主義の時代である。

フォーディズムの終焉は、資本の絶対的過剰という、資本制経済のnatureを再び地上に呼び起こした。既に論じたように、ISバランスの不可能性が、循環的な経済恐慌と帝国主義の植民地政策を、19世紀から20世紀の前半期に至るまで展開せしめた。21世紀の現在、この不均衡は世界的な過剰流動性として発現している。それは、まさに、この度の危機の背後に横たわる淵源である。

住宅バブルの始まる2000年には、米国の経常収支赤字は4174億2600万ドルに達した。その内訳をみると、対日本907億ドル、対中国880億ドル、対EU541億ドル、対OPEC425億ドル、これらだけで赤字総額の約70%が占められていた。赤字分に対してドルが支払われ、それらは黒字国の外貨準備として、米国の金融機関に貯蓄される。すなわち、米国は毎年経常収支の赤字を、OPECを含む主要諸国に対しては2900億ドル、世界全体で4200億ドルを計上しており、この赤字分が資本収支の黒字となって米国に還流しているのである（U.S. Department of Commerce 2010）。

米国の経常収支の赤字とは何を意味するか。世界の総供給額の内の約4200億ドルを米国が買い支えることによって総需要と総供給のバランスが維持されているということである。米国は、基軸通貨ドルの遺制のもとで毎年数千億ドルの「ドル紙幣」を増発し、それが有効需要を形成することによってバランスが辛うじて実現される。その増発分のドルが資本収支の黒字として

米国に還流し、金融機関に滞留する。米国が、かつての金＝ドル為替本位制度の下におけるように、経常収支の均衡を維持することを義務付けられているのであれば、原則上発生し得ないはずの経常収支赤字分が、ここでは有効需要として総供給の過剰部分を買って支えている、という構図である。そして、これらの過剰貯蓄は住宅金融と証券の購入に向かった。

#### (5) 資本の「帝国」

グローバル資本主義は、ケインズ主義の経済政策の有効性を大きく制約することになった。貨幣経済と実体経済における金利と国民所得の同時均衡というIS-LM分析の手法は、貨幣市場のグローバル化の中で、有効性を失った。また国民経済の枠組みを前提して初めて可能となる、「規制と監督」や「所得の再分配」、あるいは「福祉国家」といった、ケインジアンの基本政策は、経済の国境のメルトダウンの下で、ことごとくその存在意義を失いつつある。いふなれば、世界政府なき世界市場において、「パンドラの箱」が開け放たれたのである。

20世紀後半期のフォーディズムの蓄積体制のもとでは、先進資本主義諸国のマクロ経済は優れたパフォーマンスを達成した。とりわけ、金融システムは、規制と監督の枠組みの中で、貨幣の持つ「暴力性」を抑止することによって、安定した経過を辿ることができた。しかし、資本の絶対的過剰によって引き起こされた、グローバル化と金融自由化の潮流は、フォーディズムの制度的基盤を瓦解せしめ、「貨幣の暴力」を解き放った<sup>(16)</sup>。ここに、グローバル化という名の、地球をアリーナとしたむき出しの資本の運動が開始されたのである。ハート／ネグリは、資本が超越的権限を有することによって、人間の持つ固有性をことごとく同質化し、量としての民の集合体である「マルチチュード」(multitude)に転形させる世界を、「帝国」と名づけた(Hardt and Negri 2000)。

## IV 世界金融危機の構造——結語にかえて

われわれは、第I節において、資本制経済の本質(nature)としての「金融の不安定性」の一般理論を明

らかにした。不安定性の根源には、市場の均衡メカニズムでは解決し得ない総需要と総供給の不均衡、すなわちISバランスの成立不可能性が存在している。貯蓄Iと投資Sを繋ぐ結節環の位置にある「金融」は、この不均衡が集中的に表現される〈場〉である。モデルで示したように、資本蓄積の進行は、ISバランスの不均衡を累積的に増加させ、経済恐慌の潜在的な基盤を形成していく。金融の脆弱化は、この不均衡の累積過程に規定されて、ミンスキー仮説の三つの階段を進行していく。

第II節においては、以上の危機の一般理論に基づいて、このたびの金融危機を分析した。その端的な特色は、「証券化(セキュライゼーション)」の破綻である。証券化は、資本の絶対的過剰に基づく過剰資金(貯蓄)のいわば「捌け口」としての役割を担ったのであって、不均衡の集中的な表現であった。われわれは、この証券化が金融の脆弱化のプロセスそのものを歩んでいたことを明らかにした。第III節では、資本制経済の矛盾の根源にある、ISバランスの不可能性が、資本制経済の歴史の中でどのような在り方をしてきたのか、これを、資本制経済の段階論として論じた。21世紀の現在、この不均衡は世界的な過剰流動性として発現している。国民経済という枠組みに代わる、グローバルマーケットの出現がその背景にある。

以上の分析をふまえて、われわれは、現今の金融危機の構造についてつぎのように結論しよう。「生産の社会性」と「所有の私性」の矛盾という資本制経済の持つ根源的な問題性がこの金融危機を規定している。「所有の私性」は「見えざる手」に導かれて「生産の社会性」へ「自ずと」至りうるという、市場のもつ自生的な秩序形成作用が、今、問われているのである。むしろわれわれが直面しているのは、「生産の社会性」を崩壊に至らしめる、「所有の私性」の持つ不均衡の累積過程という秩序破壊作用である。

国民経済の枠組みを前提にしたかつてのケインジアン経済政策がその有効性を失った今、市場を「人間の経済」(Polanyi[1944]2001, chap4)として再編しなおすすが、21世紀のデザインとして求められている。こ

の点については、別稿で論じたい。

## 注

- (1) 恐慌史については藤瀬（1980, 第1部第3章）を見よ。
- (2) Marx ([1894]1983, Kap.15)、置塩（1970, 第3章）を参照せよ。
- (3) ここでは、ヒックス（1967）に従い、「流動性の罫」は短期金融市場にのみ該当するとし、長期金融市場については成立しないものとする。
- (4) ミンスキーの「金融不安定性仮説」については、Minsky（1986, chap.9）を見よ。
- (5) モデルの導出については市岡（2001）を見よ。また、ケインズの有効需要論をハロッドの動態経済学に基づいて再構成し、独自の景気循環理論を構築した置塩（1979）を参照せよ。
- (6) 「バブル」の通史については、Galbraith（1994）を見よ。
- (7) 「証券化」の仕組みについては、日本銀行（2008）を参考にした。
- (8) 2006年第1四半期から2008年第1四半期まで長短金利の逆転が生じている（FRB 2010）。
- (9) 19世紀後半期の帝国主義論の展開過程については、降旗（2003）を見よ。
- (10) 「金融資本」が帝国主義期におけるマクロの経済政策の中で果たした役割については、Hilferding（[1910]1955）を見よ。
- (11) 旧「社会主義」諸国の国家経済体制を、資本主義諸国のカウンターパワーとして世界システムの一環に位置づけ、近代資本制社会成立以前の「古典的重商主義の変種」と捉える点については、Wallerstein（1979, chap.4）を見よ。
- (12) フォーディズムの蓄積体制において金融制度が果たした意義と役割については、市岡（2006）を見よ。
- (13) 「IMF協定」第6、8、14条を参照されたい。
- (14) フォーディズムの衰退の諸原因については、Boyer（1986b）を見よ。
- (15) フォーディズムの衰退過程において「多国籍企業」の果たした役割については、Fröbel（1980）の「新国際分業」論を見よ。

- (16) 貨幣の暴力性を制御する役割を制度に見出す点については、市岡（1993）を見よ。

## 参考文献

- Aglietta, M. [1976]1979. *A Theory of Capitalist Regulation*. Verso. 若森章孝他訳『資本主義のレギュレーション理論』大村書店, 1989.
- Bank for International Settlements 2008. *BIS Quarterly Review*. December.
- Boyer, R. 1986a. *La Theorie de la Regulation*. La Decouverte. 山田鋭夫訳『レギュレーション理論』藤原書店、1989.
- (ed) 1986b. *La Flexibilite du Travail en Europe*. La Decouverte. 井上泰夫訳『第二の大転換』藤原書店、1992.
- Fröbel, F., Heinrichs, J. and Kreye, O. 1980. *The New International Division of Labour*. Cambridge U.P..
- FRB. 2010. Economic Research & Data. (<http://www.federalreserve.gov/>)
- Galbraith, J.K. 1994. *A Short History of Financial Euphoria*. Penguin. 鈴木哲太郎訳『新版バブルの物語』ダイヤモンド社, 2008.
- Hardt, M. and Negri, A. 2000. *Empire*. Harvard U.P.. 水島一憲他訳『帝国』以文社, 2003.
- Hicks, J. 1967. *Critical Essays in Monetary Theory*. Oxford U.P.. 江沢太一他訳『貨幣理論』東洋経済新報社, 1974.
- Hilferding, R. [1910] 1955. *Das Finanzkapital*. Dietz Verlag. 林要訳『金融資本論』国民文庫, 1964.
- Hobson, J.A. 1902. *Imperialism, A study*. J. Pott. 矢内原忠雄訳『帝国主義論』岩波文庫, 1952.
- Keynes, J. M. [1936]1967. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan. 塩野谷祐一訳『雇用、利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1983.
- Marglin, S. A. and Schor, J.B. 1990. *The Golden Age of Capitalism*. Oxford U.P..
- Marx, K. [1867] 1983. *Das Kapital Band1*. Dietz Verlag. マルクス=エンゲルス全集刊行委員会訳『資本論 第1a巻』大月書店, 1968.
- [1894]1983. *Das Kapital Band3*. Dietz Verlag. マルクス=

- エンゲルス全集刊行委員会訳『資本論 第3巻』大月書店, 1968.
- Minsky, H.P.1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale U.P..
- 吉野紀他訳『金融不安定性の経済学』多賀出版, 1989.
- Phillips, K. 2008. *Bad Money —Reckless Finance, Failed Politics, and the Global Crisis Capitalism*. Viking.
- Polanyi, K. [1944]2001. *The Great Transformation*, Beacon Press. 野口建彦他訳『[新訳]大転換』東洋経済新報社, 2009.
- S&P. 2011. Case-Shiller Home Price Indices. (<http://www.standardandpoors.com/indices/main/en/ap>)
- U.S. Department of Commerce 2010. Bureau of Economic Analysis, International Economic Accounts. (<http://www.bea.gov/international/index.htm#bop>)
- Wallerstein, I. 1979. *The Capitalist World-Economy*, Cambridge U.P.. 藤瀬浩司他訳『資本主義世界経済 I』名古屋大学出版会, 1987.
- 市岡義章, 1993. 「欧州通貨をめぐるふたつのアプローチ」『経済科学』40 (4).
- 市岡義章, 2001. 「資本蓄積と金融の不安定性—置塩モデルとミンスキーの金融不安定性仮説」『商経論集』34.
- 市岡義章, 2006. 「1930年代の米国金融改革法とフォーディズム」『証券経済学会年報』41.
- 伊藤誠, 2009. 『サブプライムから世界恐慌へ』青土社.
- 大塚久雄, 1969. 『大塚久雄著作集 第2巻』岩波書店.
- 置塩信雄, 1976. 『蓄積論 第2版』筑摩書房.
- 片桐薫, 2007. 『新グラムシ伝』日本評論社.
- 佐賀卓雄, 2010. 「サブプライム証券化商品の格付けと金融規制改革」『月刊資本市場』4月.
- 日本銀行, 2008. 「金融システムレポート」(<http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr08a.htm/>).
- 藤瀬浩司, 1980. 『資本主義世界の成立』ミネルヴァ書房.
- 降旗節男, 2003. 『帝国主義論の系譜と論理構造』社会評論社.